

Предавање III

ПРИНОСНИ ПРИСТУП

Бранко Радуловић
bradulovic@ius.bg.ac.rs
4. Март 2016



Приносни приступ

- Вредност стечајног дужника једнака је садашњој вредности будућих користи (новчаних токова) које ствара имовина
 - Дисконтна стопа - пондерисани просечни трошак капитала
- Уобичајен приступ процени вредности у случају претпоставке наставка пословања
- Како треба, а не како јесте!

Стечајна пракса САД

„... процена [стечајног дужника] мора бити заснована на суду који је укључио све релевантне чињенице у погледу будућег приносног капацитета дужника, те стога треба да представи вредност укључујући и карактеристике имовине, претходне пословне резултате, као и све околности које указују да ли су ти резултати поуздани критеријум на основу кога се утврђују будуће перформансе. Збир свих вредности који је утврђен за појединачне имовинске јединице без узимања у обзир приносног потенцијала предузећа као целине је једноставно речено неадекватан.“

Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois, 312 U.S. 510, 525–526(1941)

Стечајна пракса у Републици Србији

- Приносни приступ се суштински не примењује у српској стечајној пракси
 - Планови не воде рачуна о временској вредности новца
 - Често намирење класа није 100% иако то планови тврде
 - Планови не саопштавају претпоставке на основу којих су формиране пројекције
 - Мере реорганизације нису узете у обзир
 - На пример, пројекције не садрже продају имовинске целине у првој години иако је то предвиђено планом реорганизације
- Форма vs. суштина

Уобичајене грешке - Студија случаја

- Намирење стечајних поверилаца
 - Планом износ потраживања стечајних поверилаца конвертован у евре према средњем курсу на дан правноснажности решења о потврђивању плана
 - Стечајни повериоци намирују се применом следећих мера
 - Делимичан отпис дуга у висини од 20% главнице
 - Репрограм - грејс период од 2 године након правноснажности плана, након чијег истека преостала потраживања се наплаћују у 96 једнаких анuitета
- Да ли је степен намирења стечајних поверилаца у реорганизацији 80% (како је наведено у плану у одељку који пореди реорганизацију и банкротство)?
 - У овом случају бенигна грешка, јер је предвиђено намирење у случају банкрота било незнатно

Методи приносног приступа

- Могуће је користити два опште прихваћена метода процене вредности приносног приступа
 - Метод дисконтованих новчаних токова
 - Метод капитализованих новчаних токова
 - Претпоставке метода ограничавају могућност његове примене

Метод дисконтованих новчаних токова - ДНТ

Увод

- Вредност стечајног дужника представља збир садашњих вредности будућих нето прилива, које „инвеститори“ (повериоци и власници) могу остварити у случају усвајања плана реорганизације.
 - у неограничено дугом периоду
- Напомена: Процена вредности предузећа помоћу ове методе захтева познавање концепта временске вредности новца, односно технике дисконтовања
 - Претходно предавање

Шта је новчани ток?

- Новчани ток - приливи и одливи средстава
 - поуздан показатељ успешности предузећа
- Способност предузећа (стечајног дужника) да (након усвајања плана) генерише довољно новца којим ће финансирати пословне активности и плаћати доспеле обавезе (у складу са планом)
- Колико ће новца моћи да генерише стечајни дужник током спровођења плана реорганизације?

Слободни новчани токови

Елементи ДНТ

- Новчани ток (Free Cash Flow)
- Резидуал
- Пондерисани просечни трошак капитала - Weighted average cost of capital WACC

Шта је вредност стечајног дужника?

- Вредност методом ДНТ (дисконтованим новчаним токовима) процењује се на основу токова готовине (у случају плана реорганизације) **који преостају повериоцима и власницима**
- Слободни токови готовине (free cash flow - FCF) или токови готовине за инвеститоре
 - Готовина расположива за исплату поверилаца и власника - свих субјеката који имају неки облик потраживања према предузећу
 - Готовина преостала након покривања оперативних трошкова, али пре сервисирања дугова (пре исплате главнице и камате) повериоцима

Нето новчани ток пре сервисирања дугова

Добит (без финансијских прихода и расхода финансирања)

+

Амортизација

+/-

Промена трајних обртних средстава

-

Инвестиције у сталну имовину (куповина сталне имовине или капитална улагања)

=

ННТ пре сервисирања дугова

прибављање сталне имовине захтева издатак готовине само у тренутку набавке
књиговодствена констатација смањења вредности сталне имовине и обрачун трошкова амортизације не подразумевају било какво издавање готовине
амортизација представља расход који не захтева одлив готовине.

Предности ДНТ

- Допушта проценитељу да узме низ фактора у обзир
- Флексибилан метод који омогућава укључивање промена пословне стратегије (мера реорганизације) и измену кључних променљивих
- Вредност мање подложна егзогеним факторима попут макроекономских или кретања на тржишту у односу на тржишне приступе

Недостаци ДНТ

- Процена може бити исувише оптимистична у случају реорганизација, услед мотива подносиоца да прикаже намирење што вишим
- Процена је изузетно осетљива у односу на претпоставке које утичу на кретање новчаних токова, као и на дисконтну стопу и резидуалну вредност

Припрема пројекција

- Пројектовање новчаних токова захтева анализу историјских података
- Разговори са стечајном управом дужника
- Усклађеност са мерама предвиђеним планом реорганизације
 - нпр. продајом делова стечајног дужника, набавком опреме, и сл.

Припрема пројекција – кључна питања

- Индустијски сектор
 - Да ли је дошло до битних промена унутар сектора пословања стечајног дужника?
 - Да ли је реч о брзорастућем, зрелом или сектору у фази опадања?
 - Колика је величина тржишта?
- Стечајни дужник
 - Позиција унутар сектора
 - Очекивања управе и њихова оправданост
 - Будући изазови

Припрема пројекција

- Историјски однос између прихода и пословних расхода
- Поузданост пројекција зависи од прикупљених информација – очекиваног тржишног учешћа,
 - Пројекције засноване на претпостављеном кретању продаје према јединицама продаје
- Пословни расходи (набавна вредност робе и трошкови материјала) могу бити фиксни или променљиви у односу на кретање пословних прихода
 - У неким секторима поједини трошкови су махом фиксни (нпр. сектор услуга) док су у другим варијабилни

Припрема пројекција

- Неки трошкови су делимично варијабилни, односно фиксни за одређени обим производње
 - Нпр. ако стечајни дужник предвиђа обим производње који захтева 10 испорука дневно, при чему има само један камион, онда би пројекција која претпоставља повећање број дневних испорука нпр. на 12, подразумевала набавку још једног камиона
 - Мало повећање прихода захтевало би значајно увећање трошкова

Припрема пројекција

- Претпоставке нису адекватно поткрепљене подацима и анализом
 - Пројектован раст прихода без додатних инвестиција
 - У зависности од постојећих капацитета стечајног дужника
 - Нереалне претпоставке о капиталним инвестицијама
- Не спроводи се нормализација историјских показатеља
- Пројекције се користе само због захтева у Закону
- Након што проценитељ спроведе анализу и припреми пројекције прихода и расхода може да обрачуна EBIT

Биланс успеха - Пројекције (студија случаја)

Bilans uspeha (u 000 RSD)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Приходи од продаје	1,651,200	1,799,808	1,961,791	2,089,307	2,225,112	2,358,619	2,500,136	2,650,144	2,703,147
Nabavna vrednost prodate robe	302,974	309,033	315,214	321,518	327,949	334,508	341,198	348,022	354,982
Troškovi materijala	908,923	945,280	983,091	1,022,415	1,063,311	1,105,844	1,150,078	1,196,081	1,243,924
Bruto dobit	439,303	545,495	663,485	745,374	833,852	918,267	1,008,860	1,106,042	1,104,241
Bruto margina	27%	30%	34%	36%	37%	39%	40%	42%	41%
Troškovi zarade	112,903	121,590	12,159	132,300	132,300	133,623	134,959	136,309	137,672
Ostali rashodi	109,680	110,777	111,885	113,003	114,133	115,275	116,428	117,592	118,768
EBITDA	216,720	313,128	430,011	500,071	587,418	669,369	757,474	852,141	847,801
EBITDA margina	13%	17%	22%	24%	26%	28%	30%	32%	31%
Amortizacija	85,849	82,415	79,118	75,954	72,916	69,999	67,199	64,511	61,931
EBIT	130,871	230,713	350,892	424,117	514,503	599,371	690,275	787,630	785,871
EBIT margina	8%	13%	18%	20%	23%	25%	28%	30%	29%
Finansijski rezultat	- 51,893	- 48,952	- 44,772	- 40,317	- 35,534	- 2,779	- 16,856	- 5,922	-
Vanredni rezultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	78,978	181,761	30,612	383,799	478,969	571,581	673,419	781,707	785,871
EBT margina	5%	10%	16%	18%	22%	24%	27%	29%	29%
Porez	7,898	18,176	30,612	3,838	47,897	57,158	67,342	78,171	78,587
Neto dobit	71,080	163,585	275,508	345,420	431,072	514,423	606,077	703,537	707,284
Neto profitna margina	4%	9%	14%	17%	19%	22%	24%	27%	26%

Биланс стања – Пројекције (студија случаја)

Bilans stanja - Aktiva	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Stalna imovina	2,327,794	2,241,945	2,159,530	2,080,412	2,004,458	1,931,542	1,861,544	1,794,345	1,729,834
Nematerijalna ulaganja	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nekretnine postrojenja i oprema	2,146,224	2,060,375	1,977,960	1,898,842	1,822,888	1,749,972	1,679,974	1,612,775	1,548,264
Dugorocni finansijski plasmani	181,570	181,570	181,570	181,570	181,570	181,570	181,570	181,570	181,570
Obrtna imovina	1,934,426	2,157,624	2,134,928	2,219,629	2,369,577	2,600,316	2,136,905	1,762,552	1,483,179
Zalihe	219,601	419,601	423,797	428,035	432,315	436,638	441,005	445,415	449,869
Cralna sred. namenjena prodaji i sred. pos. koje se obustavlja	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kratkorocna potrazivanja, plasmani i gotovina	1,714,825	1,738,023	1,711,131	1,791,594	1,937,262	2,163,677	1,695,901	1,317,137	1,033,310
Potrazivanja	1,332,873	1,292,887	1,254,100	1,216,477	1,179,983	1,144,583	915,667	732,533	586,027
Kratkoročni fin plasmani	95,225	95,225	95,225	95,225	95,225	95,225	95,225	95,225	95,225
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	3,762	66,946	78,841	196,927	379,089	640,904	402,044	206,414	69,094
PDV i AVR	282,965	282,965	282,965	282,965	282,965	282,965	282,965	282,965	282,965
Poslovna imovina	4,262,220	4,399,569	4,294,458	4,300,041	4,374,035	4,531,858	3,998,449	3,556,897	3,213,013
Gubitak iznad visine kapitala	143,662	143,662	143,662	143,662	143,662	143,662	143,662	143,662	143,662
AKTIVA	4,405,882	4,543,231	4,438,120	4,443,703	4,517,697	4,675,520	4,142,111	3,700,559	3,356,675

Биланс стања – Пројекције (студија случаја)

Биланс стања - Пасива	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Капитал	-	71,080	234,665	510,173	855,592	1,286,665	1,801,087	2,407,164	3,110,701
Оснозни капитал	324,299	324,299	324,299	324,299	324,299	324,299	324,299	324,299	324,299
Резерве	3,664	3,664	3,664	3,664	3,664	3,664	3,664	3,664	3,664
Реvalorizacione резерве	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Нераспоредјени добитак	121,757	192,837	356,422	631,930	977,349	1,408,422	1,922,844	2,528,921	3,232,458
Губитак	449,720	449,720	449,720	449,720	449,720	449,720	449,720	449,720	449,720
Дугорочна резервисања и обавезе	4,405,882	4,472,151	4,203,456	3,933,531	3,662,105	3,388,856	2,341,024	1,293,395	245,975
Дугорочна резервисања	133	126	112	98	84	71	47	24	-
Дугорочне обавезе	4.273.210	4.146.385	3.885.502	3.623.209	3.359.231	3.093.238	2.062.159	1.031.079	-
Краткорочне финансијске обавезе	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Обавезе из пословања	-	200000	206000	212180	218545	225102	231855	23881	245975
Остале обавезе	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Одложене пореске обавезе	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PASIVA	4.405.882	4.543.231	4.438.121	4.443.703	4.517.697	4.675.521	4.142.111	3.700.559	3.356.675

Новчани токови – Пројекције (студија случаја)

Ако расту нето обртна средства, то значи да средства остају у предузећу, те је мање могуће поделити повериоцима и власницима

Новчани токови	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Новчани ток	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Нето добит	71,080	163,585	275,508	345,420	431,072	514,423	606,077	703,537	707,284
Амортизација	85,849	82,415	79,118	75,954	72,916	69,999	67,199	64,511	61,931
Промена нето обрtnих средстава	39,986	40,591	39,565	38,579	37,633	231,303	185,679	149,217	120,086
Прилiv готовине из пословних активности	196,915	286,590	394,192	459,953	541,620	815,725	858,955	917,265	889,300
Прилiv готовине из активности инвестирања	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прилiv готовине из активности финансирања	- 133,731	- 274,695	- 276,106	- 277,791	- 279,805	- 1,054,585	- 1,054,585	- 1,054,585	-
Свега прилiv	63,184	11,895	118,086	182,161	261,815	- 238,860	- 195,630	- 137,320	889,300
Готовина на почетку периода	3,762	66,946	78,841	196,927	379,089	640,904	402,044	206,414	69,094
Готовина на крају периода	66,946	78,841	196,927	379,089	640,904	402,044	206,414	69,094	958,394

Капитални издаци

- Претпоставка ДНТ је да стечајни дужник наставља да послује
- То значи да су по правилу неопходних капитални издаци
 - издвајања потребна да се опрема мења и одржава, као и улагања у нематеријалну имовину потребни да би предузеће опстало
- Капитални издаци захтевају подразумевају одлив новца, односно смањују расположиве новчане токове повериоцима и власницима
 - Ако стечајни дужник купује и продаје опрему (нпр. камионе) онда се такве активности пребијају

Капитални издаци

- Проценитељ пројектује капиталне издатке на основу анализе биланса стања или на основу % прихода
- С обзиром да су многи капитални издаци дискреционе природе, неопходно је да проценитељ добије потребне информације од управе (подносиоца плана реорганизације)

Пројектовани период

- Претпоставка је да стечајни дужник наставља да послује
- За који период је потребно вршити пројекцију?
 - Пројекција треба да обухвати довољно дуг период да би стечајни дужник достигао стабилан ниво пословања / или крај реструктурирања
 - Ако је период кратак
 - Долази до потцењивања вредности
 - у пракси то није случај, јер интерес подносиоца плана по правилу није да потцени вредност
 - претпостављају се високе стопе раста чиме се прецењује резидуал, а тиме и општа процена

Обрачун резидуала

- Поред пројекција потребно је извршити обрачун резидуала
 - Пројекције су направљене за период од 6 година, али стечајни дужник наставља да послује и после тога (бесконечно!)
- Процена вредности стечајног дужника добија се сабирањем садашњих вредности слободног готовинског тока за пројектовани период и садашње вредности резидуала
- У зависности од специфичних, пројекција, обухваћеног периода, дисконтне стопе и других фактора могуће је да резидуал представља незнатан део укупне садашње вредности стечајног дужника

Дисконтна стопа

- Колико кошта ангажовани капитал?
 - Трошак ангажованог позајмљеног капитала
 - Трошак ангажованог сопственог капитала
- Потребно је одвојено вршити обрачун
- Који значај придати сопственом, а који позајмљеном капиталу?

Пондерисана просечна цена капитала

- Изабрана дефиниција новчаног тока "пре сервисирања дугова" дисконтна стопа одражава захтевану стопу повраћаја укупно ангажованог, дугорочног капитала, и прорачунава се као пондерисана просечна цена капитала (ППЦК).

Пондерисана просечна цена капитала

- У случају реорганизација, врло вероватно је да стечајни дужник има проблематичан биланс стања, односно структура пасиве није одржива
- Проценитељ зато користи оптималну структуру капитала како би пондерисао значај сопственог и позајмљеног капитала и добио просечну пондерисану цену капитала (дисконтну стопу)
- На пример, проценитељ може да утврди да је 45% структуре капитала потребно финансирати из позајмљених извора, а 55% из сопствених извора
- ППЦК или WACC – weighted average cost of capital

Методи одређивања цене сопственог капитала

- За одређивање цене сопственог капитала, могуће је користити три методе:
 - Метод САПМ (Capital Asset Pricing Model),
 - Метод “Генерално упутство”, и
 - Метод “зидана” (Build up approach).

Методи одређивања цене сопственог капитала

- Заједничко за све три наведене методе је дефинисање цене (стопе повраћаја) улагања без ризика, која се у основи своди на повраћај улагања у државне обвезнице (сигурно и ликвидно улагање).
- Различно се одређује захтевана стопа повраћаја за “ризик пословног подухвата”. Другим речима, до премије ризика се долази различитим нумеричким, искуственим методама и експертским оценама.

Метод зидања

- Примерен већини поступака у Србији
- полази се од стопе повраћаја на улагања без ризика, а затим се слично зидању, додају препознатљиви нивои специфичних ризика, који се односе на пословање конкретног стечајног дужника
- Дисконтна стопа одређена на овај начин има два основна дела:
 - стопу повраћаја без ризика
 - Најчешће се неризична улагања повезују са куповином државних обвезница. Сматра се да се ради о сигурној и ликвидној инвестицији, за коју је гарант држава
 - стопу ризика улагања у предузеће чији се капитал процењује

Метод зидања

- Стопа ризика улагања у предузеће чији се капитал процењује пословни и финансијски ризик конкретног стечајног дужника
- Потребно
 - препознати нивое ризика,
 - одредити начин квантификације ризика.
- Уобичајена подела на
 - пословни ризик
 - финансијски ризик

Метод зидања

- **“Key man” - ризик кључног човека.**
 - мала, новооснована предузећа имају већи ризик
 - Ако пословни резултат зависи од специјализованог “незаменљивог” знања једног или групе стручњака, постоји присуство овог ризика.
- **Величина предузећа.**
 - мала предузећа која послују у израженим конкурентским условима (конкурентски амбијент) носе већи ризик.
- **Финансијска структура.**
 - показатељ вертикалне и хоризонталне финансијске структуре, као и структуре пословног резултата указују на ниво ризика
- **Производна / географска диверсификација**
 - већа диверсификација смањује потенцијални ризик
- **Диверсификација купаца**
 - оријентација на мањи број купаца носи већи ризик
- **Могућност предвиђања.**
 - Приликом пројектовања будућих резултата пословања, процењивачи се често ослањају на историјске трендове.

Метод зидања - Студија случаја

Стечајни дужник Елементи ризика	стопе ризичности					Пондер
	0	1	2	3	4	
Квалитет управљања						
Квалитет руководећег тима		1				
стратејски менаџмент			2			
организација				3		
квалитет производног програма			2			
специјализација и знање			2			
Пондерисани просек	0	1	6	3	0	0
Величина						
Број запослених		1				
Снага конкурената		1				
Опремљеност средствима		1				
Пондерисани просек	0	3	0	0	0	0
Финансијски положај						
стална имовина / осн. капитал		1				
стална имовина-залихе / дугорочни кап.			2			
сопствени/чужни кап.			2			
контр.дох/приход		1				
финанс. расход/добит			2			
Пондерисани просек	0	2	6	0	0	0
Производно продајни потенцијал						
допринос појединих производа		1				
дугорочни уговори			2			
страни пласмани и приходи				3		
приступ тржишту ЕУ			2			
концентрација			2			
Пондерисани просек	0	1	6	3	0	0
Могућност предвиђања						
старост предузећа		1				
стабилност фин. Резултата			2			
колебљивост у грани			2			
стабилност привредног амбијента				3		
Пондерисани просек	0	1	4	3	0	0
СПЕЦИФИЧНА СТОПА РИЗИКА						8.60

Прорачун пондерисане просечне цене капитала

- Просечна цена капитала (ППЦК) - дисконтна стопа као просечна цена сопствених и позајмљених (кредитних) извора који се користе за финансирање пословања стечајног дужника обухвата следеће кораке:
 - утврђивање цене сопственог капитала,
 - утврђивање цене позајмљених извора финансирања,
 - одређивање пондера,
 - финални прорачун ППЦК.

Прорачун пондерисане просечне цене капитала

- **Утврђивање цене сопственог капитала**

- У српској пракси цена сопственог капитала утврђује једним од метода

- **Утврђивање цене кредитних извора финансирања**

- Цена кредитних извора финансирања је одређена банкарском каматном стопом за коришћење дугорочних кредита.

Прилагођавање цене кредитних извора финансирања

- Одређена цена кредитних извора мора бити додатно прилагођена пре него што се приступи прорачуну ППЦК.

- када се користи дефиниција новчаног тока "пре сервисирања дугова" из новчаног тока се искључују сви приливи и одливи из финансирања.
- цену кредитних извора треба додатно прилагодити, умањењем за процентуални износ пореза на добит

Прилагођавање цене кредитних извора финансирања

$$CKI = CBK \cdot (1-SP)$$

CKI - Цена кредитних извора

CBK - Цена банкарског капитала

SP - Стопа пореза на добит

- На пример, уколико је одабрана CBK од 10%, уз актуелну SP од 15%, коначно прорачуната CKI износи 8,5%, односно:

$$CKI = 10\% \cdot (1 - 15\%)$$

$$CKI = 10\% \cdot 0,85 = 8,5\%.$$

Прорачун пондерисане просечне цене капитала

$$PPCK = CSK \cdot USK + CBK \cdot (1-SP) \cdot UKI$$

$$WACC = Re \cdot E/(E+D) + Rd \cdot (1-T) \cdot D/(E+D)$$

Re - цена сопственог капитала

E/(E+D) - учешће сопственог у инвестираном капиталу

T - стопа пореза на добит

Rd - цена дуга

D/(E+D) - учешће дуга у инвестираном капиталу

Резидуална вредност

- Истеком пројектованог периода не престаје пословање стечајног дужника, већ се оно наставља у складу са претпоставком о неограниченом веку (going concern)
 - значајан део вредности капитала је узрокован позитивним нето новчаним токовима, који ће се остварити у годинама након истека пројектованог периода
- Како квантификовати ту компоненту вредности капитала?

Резидуална вредност

- Постоји више начина за обрачун резидуала
- Уобичајено се користи Гордонов модел

$$RV = FCF_n \times (1+g) / (r-g) \text{ или } RV = DNNT_r(1+SR_r) / (DS-SR_r)$$

FCF_n очекивани нето готовински ток у последњој пројектованој години

g – очекивана стопа раста на дуг рок

r – дисконтна стопа

$r-g$ – стопа капитализације

RV - Резидуална вредност

FCF_n или $DNNT_r$ - Дисконтовани нето новчани ток у резидуалној години

r или DS - Дисконтна стопа

g или SR_r - Стопа раста у резидуалу

Пример обрачуна вредности стечајног дужника

Пондерисана просечна цена капитала - WACC							12%
	Период	1	2	3	4	5	
	Година	2009	2010	2011	2012	2013	
Слободни новчани ток		178.7	134.7	150.8	184.9	223.9	
Дисконтни фактор $(1+WACC)^n$		1.1200	1.2544	1.404928	1.573519	1.762342	
Дисконтована вредност		159.55	107.38	107.34	117.51	127.05	
Збир слободних новчаних токова пројектованог периода							618.83
Дисконтовани нето новчани ток у последњој пројектованој - резидуалној години							127.05
Стопа раста СНТ после 2013. године							3%
Резидуал							1453.98
Вредност стечајног дужника I							2262.11

Прилагођавање вредности

- Прилагођавање се врши за вредност непословних средстава и/или неангажованих пословних средстава
- Процена вредности стечајног дужника применом метода ДНТ заснована је на нето новчаним токовима по основу ангажовања пословних средстава у будућем пројектованом периоду

Прилагођавање вредности обрачуна стечајног дужника

Пондерисана просечна цена капитала - WACC							12%
	Период	1	2	3	4	5	
	Година	2009	2010	2011	2012	2013	
Слободни новчани ток		178.7	134.7	150.8	184.9	223.9	
Дисконтни фактор $(1+WACC)^n$		1.1200	1.2544	1.404928	1.573519	1.762342	
Дисконтована вредност		159.55	107.38	107.34	117.51	127.05	
Збир слободних новчаних токова пројектованог периода							618.83
Дисконтовани нето новчани ток у последњој пројектованој - резидуалној години							127.05
Стопа раста СНТ после 2013. године							3%
Резидуал							1453.98
Вредност стечајног дужника I							2262.11
Инвестиције у ХОВ							189.3
Вредност стечајног дужника II							2262.11